

2014年8月14日

闫永正
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

47.00

天士力(600535.SH)

Buy 买入

业绩稳健，成长不改

结论与建议：

天士力电话访谈纪要：公司于2014年8月8日发布了14年H1业绩报告，从公司公布的数据来看，上半年公司继续维持平稳较快的发展态势。

公司2014年H1实现销售收入61.1亿元，YOY+13%；实现净利润7.44亿元，YOY+24.04%，实现EPS0.72元符合我们预期。考虑非经常性因素、并表范围以及会计政策变更等因素对利润的影响，对天士力的经营性利润进行拆分如下：

公司基本资讯

产业别	医药生物
A股价(2014/8/13)	39.74
上证综指(2014/8/13)	2222.88
股价12个月高/低	47.1/36.15
总发行股数(百万)	1032.84
A股数(百万)	1032.84
A市值(亿元)	410.45
主要股东	天士力控股集团 有限公司 (47.27%)
每股净值(元)	4.08
股价/账面净值	9.74
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.0 9.0 -10.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	24.94	买入
2013-1-24	28.41	买入

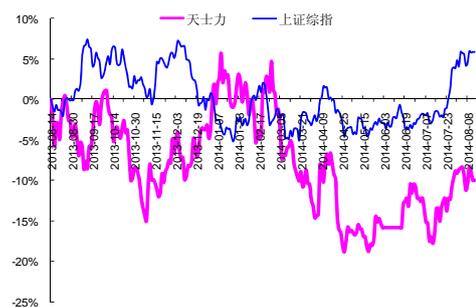
产品组合

医药商业	50.82%
医药工业	49.18%

机构投资者占流通A股比例

基金	29.3%
一般法人	48.2%

股价相对大盘走势



■ **2014上半年公司营业收入继续稳步增长：**报告期营业收入达到61亿元，同比增长13.07%，其中：作为公司主要利润来源的医药工业实现收入29.61亿元，同比增长28.05%，医药工业录得较快增速主要是由于，在公司传统业务维持25%左右增速的基础上，去年四季度并表的天地药业贡献收入1亿左右导致。主要品种中：复方丹参滴丸、养血清脑颗粒增速保持+10%，益气复脉、水林佳、芪参益气滴丸等保持+20%，其它三线品种穿心莲内酯、丹参多酚酸、尿激酶原等继续保持+30%以上增速。

■ **同口径追溯调整，14年H1经营性净利润为6.97亿元，YOY+18.09%，如排除增量财务费用影响，我们测算14年H1公司内生增速实际值为30.26%：**14年H1净利润7.44亿元，其中应收款项会计变更增加当期净利润5744万，非经常性收益影响761万元，扣除后经营性利润为6.79亿元，YOY+18.09%，但我们需要同时注意，受合并帝益资金需求，公司加大融资规模的影响，14年H1公司产生财务费用1.31亿元，YOY+115%，如排除增量财务费用影响，我们测算14年H1公司内生增速实际值为30.26%。

■ 我们认为目前财务费用高企只是短期现象，14年1季度，公司发布公告将向大股东和管理层定向增发股票，募资规模为12-25亿元，预计增发方案最快3季度就可实施，定增之后公司的财务压力将会大幅缓解。

■ **单季度来看，公司Q2经营性净利润YOY+26.42%相比Q1经营性净利润YOY+10.6%明显提升：**公司Q2实现净利润4.63亿元，YOY+29.96%。如排除14年Q2会计估计变更影响1247万及非经常性损益199万，则公司Q2实现经营性净利润4.49亿元，YOY+26.42%。公司Q1实现净利润2.82亿元，YOY+15.24%。如排除14年Q1会计估计变更影响4497万及非经常性损益562万，则公司Q1实现净利润2.31亿元，YOY+10.6%，Q2环比Q1经营业绩增速明显加快。

■ **经营结构持续改善，综合毛利率不断提升：**2014年H1医药工业毛利率为72.7%，同比下降了2个pp，主要是由于母公司养血清脑颗粒车间通过新版GMP认证，新增转固折旧费用加大，同时新并表子公司天地药业的醒脑静等产品，终端主要以代理销售为主，毛利率较低所致。14年H1医药商业毛利率为4.36%，继续保持在相对稳定的水平。由于医药工业在销售收入中占比大幅提升，所以本期公司综合毛利率为37.62%，同比继续提升1.2个pp。

■ **盈利预计：**我们认为公司依托全产业链布局，辅以强大的产品线协同效应，全年继续保持快速增速势头不会改变。预计2014年/2015年公司分别实现净利润13.89亿元(YOY+27.46%)/17.45亿元(YOY+25.62%)，EPS分别为1.35元/1.69元，对应2014年/2015年PE分别为29/23倍。结合公司所处行业地位，认为目前估值被低估，给予公司“买入”的投资建议，目标价47元(2015 PE 28X)。

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	611	769	1100	1389	1745
同比增减	%	35.65%	25.93%	43.04%	26.28%	25.62%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.59	0.74	1.07	1.35	1.69
同比增减	%	35.65%	25.93%	43.04%	26.28%	25.62%
市盈率 (P/E)	X	66	52	37	29	23
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.20	0.35	0.40	0.51
股息率 (Yield)	%	1.79%	0.51%	0.90%	1.03%	1.30%

费用率控制较好：三费中，管理费用和营销费用均控制良好，同比增速分别为 14%、12%，与公司收入增速基本维持平衡。公司不断加大对整体系统的建设，特别在营销方面，公司投入对 CRM 系统的应用，形成对终端的有效掌控，目前看来效果明显。

受去年并购企业对资金需求，公司加大融资规模，14 年 H1 公司财务费用为 1.31 亿元，YOY+115%，我们认为财务费用率走高只是短期现象，14 年 1 季度，公司发布公告将向大股东和管理层定向增发股票，募资规模为 12-25 亿元，我们预计增发方案最快 3 季度就可实施，定增之后公司的财务压力将会大幅缓解。

公司未来看点：

复方丹参滴丸国内市场持续放量，FDAIII 期助力公司开拓国际市场：公司核心产品复方丹参滴丸 2013 年完成销售收入 23 亿元，受基药带量采购、严格落实基药用药比例、《廉价药品目录》等利好政策出台的影响，其今年在基层市场的销售依然看好，预计今年仍能保持 10%以上增速。

对于丹参滴丸的 FDAIII 期临床前景我们表示乐观：一方面从药效学角度考虑，该药已经经过多年的临床验证，治疗效果毋庸置疑；另一方面从临床耐受性角度考虑，综合给药途径及中药在临床耐受上所享有的先天优势，认为不需要担心不良反应的出现。此次复方丹参滴丸申报的是全球多中心试验，虽然这样会延缓申报进度，但是一旦获批就等于打开全球主流药品市场的大门，长远来看利大于弊。

其次丹参滴丸 FDA 累积的经验将会给公司其他产品国际化提供很好的基础，预计后期水林佳、穿心莲内酯、丹参多酚酸等成分单一品种、疗效可靠易于标准化的品种均有条件申请。

二线品种发力市场前景广阔：公司二线产品中过亿产品已达 10 个，销售收入占到了医药工业收入的 50%，使公司的产品结构更加均衡，预期今年二线产品继续保持较快增长。

其中益气复脉、丹参多酚酸作为中药注射剂品种，已经完成了 IV 期临床，公司正在积极运作进入今年的新版医保目录，此举将会带来临床快速放量。益气复脉、丹参多酚酸针对大病种、多科室销售，未来销售收入有望突破 20 亿。

公司公告普佑克 2013 年工艺实现重大突破，产能扩大 2.5 倍，作为心梗急救药，一直饱受产能供给困扰，目前市场处于供不应求状态，预计 2014 年开始普佑克未来有望成为 10 亿级品种。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业额	6,570	9,301	11,108	12,557	14,063
经营成本	4,601	6,449	7,043	7,897	8,719
主营业务利润	1,968	2,853	4,065	4,660	5,344
销售费用	786	1,186	1,553	1,695	1,899
管理费用	390	484	814	816	914
财务费用	65	93	148	239	183
营业利润	742	936	1,401	1,755	2,164
补贴收入	57	33	35	40	40
税前利润	786	960	1,418	1,775	2,184
所得税	146	168	252	312	384
少数股东损益	29	23	66	73	54
净利润	611	769	1,100	1,389	1,745

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	1,526	993	955	988	957
存货净额	745	1,011	1,265	1,381	1,547
应收帐款净额	1,534	2,077	3,131	3,139	3,516
流动资产合计	3,984	4,459	5,850	6,071	6,791
长期投资净额	393	391	412	400	300
固定资产合计	1,551	1,507	2,191	1,980	1,790
无形资产及其他资产合计	278	241	370	330	300
资产总计	6,634	7,486	10,212	10,431	11,231
流动负债合计	2,739	2,703	4,990	4,505	4,084
长期负债合计	120	577	1,079	810	808
负债合计	2,858	3,279	6,069	5,315	4,893
少数股东权益	172	195	311	400	500
股东权益合计	3,776	4,207	4,144	5,116	6,338
负债和股东权益总计	6,634	7,486	10,212	10,431	11,231

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动所得现金净额	135	413	346	562	729
投资活动所用现金净额	-319	-372	-766	-790	-1,020
融资活动所得现金净额	-30	-559	321	261	460
现金及现金等价物净增加额	-214	-518	-100	33	169

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。